

万马科技 (300698.SZ)

拥抱汽车智能化，双链齐驱有望贡献新增长

投资要点:

➤ **加速布局车联网，赋能产业高质量发展。**万马科技成立于1997年，于2017年8月在深交所上市，是国内著名的通信电子、通讯物理连接设备的生产厂商之一，也是集研发、生产、销售与服务的高新技术企业。随着业务的转型升级，万马科技进军车联网行业，其全资子公司优卡科技所从事的车联网业务模式是向基础电信运营商、内容提供商采购基础的通信服务与内容服务，自主研发了面向车企的连接管理与生态服务平台，向车企提供车联网连接与生态运营产品与服务。2023年，万马科技实现营业总收入5.2亿元，较上年同期增加2.35%。其中，车联网营收占比自2021年的10.10%增长至2023年的34.16%，是目前增速最快的业务板块。

➤ **“车联网生态链+自动驾驶数据闭环工具链”双链齐驱。**优卡科技作为车联网领域的高科技企业，不断研发迭代的核心三大产品：车联网连接管理平台（CMP），智能运维管理平台（MNO），车联网生态运营管理平台（TOSP）及最新发布的自动驾驶数据闭环工具链平台，为多家主流车企提供专业产品与服务。优卡科技积极拓展战略合作，先后与雅安经开区、宇泛智能和朗歌科技建立战略合作关系，优化公司在汽车智能化和网联化领域的布局。

➤ **盈利预测:**预计公司2024-2026年营业收入分别为5.85/7.25/9.77亿元，归母净利润分别为0.92/1.37/2.11亿元。使用相对估值法，2024年可比公司平均PE为79倍，给予公司2024年79倍PE，对应EPS为0.68元，目标价为53.72元，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ **风险提示:**智能汽车渗透率不及预期；公司与重要客户商务条款落地不及预期；智能驾驶市场竞争持续加剧。

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	509	521	585	725	977
增长率	2%	2%	12%	24%	35%
净利润(百万元)	31	64	92	137	211
增长率	657%	110%	42%	50%	54%
EPS(元/股)	0.23	0.48	0.68	1.02	1.58
市盈率(P/E)	157.7	75.2	52.9	35.3	22.9
市净率(P/B)	11.8	10.3	8.6	6.9	5.3

数据来源：公司年报，华福证券研究所

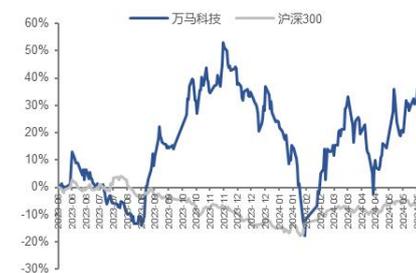
买入 (首次评级)

当前价格: 36.18元
目标价格: 53.72元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	134/124
流通A股市值(百万元)	4848/4471
每股净资产(元)	3.55
资产负债率(%)	42.16
一年内最高/最低价(元)	40.73/21.88

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 钱劭宇(S0210524040006)
QJY3773@hfzq.com.cn

相关报告

投资要件 关键变量

收入增速：假设智能汽车持续高速渗透，车联网方面需求不断提升，智驾方面主机厂对数据闭环投入不断加大，公司积极进入部分主机厂供应链项目。则 2024-2026 年营收为 5.85/7.25/9.77 亿元，同比增长 12%/24%/35%。

毛利率：假设随着业务结构不断优化毛利率为 43.28%/46.70%/49.38%。

三费控制：随着营收规模不断扩大，预计销售费用率逐渐下降；同时为了确保产品能更好保持竞争能力，预计公司将持续保持研发力度。预计 2024-2026 年销售费用率为 12.0%/11.5%/11.0%；研发费用率为 8.3%/8.3%/8.3%。

我们区别于市场的观点

市场主要观点：公司自动驾驶数据闭环工具链竞争力不确定，尚未得到市场验证。

我们的观点：产品竞争角度看，公司提供的产品目前已经经过测试验证，且已与个别主机厂签订框架协议。此外，相较于完整的自动驾驶方案提供商，公司中立第三方角色明显，不会对主机厂的宝贵资产数据安全产生威胁。

股价上涨的催化因素

1) 行业层面汽车智能化渗透率持续快速提升。2) 公司子公司优卡科技与朗歌科技 2024 年 3 月签订的《战略合作框架协议》后续有更详细商务条款落地。3) 其他意向合作对象东风集团与公司有战略合作落地。

估值和目标价格

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 5.85/7.25/9.77 亿元，归母净利润分别为 0.92/1.37/2.11 亿元。使用相对估值法，2024 年可比公司平均 PE 为 79 倍，给予公司 2024 年 79 倍 PE，对应 EPS 为 0.68 元，目标价为 53.72 元，首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

智能汽车渗透率不及预期；公司与重要客户商务条款落地不及预期；智能驾驶市场竞争持续加剧。



正文目录

1. 公司概况：驰骋车联网蓝海，展现领航风采.....	4
1.1 公司介绍：专注传统通信业务，前瞻布局车联网.....	4
1.2 经营业务：传统业务趋于稳定，车联网营收增长显著.....	5
1.3 财务分析：车联网业务助力毛利率增长，持续加大研发投入.....	7
2. 公司看点：“车联网生态链+自动驾驶数据闭环工具链”双链齐驱.....	9
2.1 打造车联网完整生态，助力车企行稳致远.....	9
2.2 积极拓展战略合作，研发自动驾驶数据闭环工具链平台.....	11
3. 盈利预测与投资建议.....	13
3.1 盈利预测.....	13
3.2 费用预测.....	13
3.3 估值.....	14
4. 风险提示.....	15

图表目录

图表 1: 公司产业布局.....	4
图表 2: 前 10 名股东持股和全资子公司情况.....	5
图表 3: 2021-2023 按行业分类营收（百万元）.....	5
图表 4: 2021-2023 公司按行业分类营收结构.....	5
图表 5: 2021-2023 按产品分类营收（百万元）.....	6
图表 6: 2021-2023 公司按产品分类营收结构.....	6
图表 7: 2021-2023 按地区分类营收（百万元）.....	7
图表 8: 2021-2023 公司按地区分类营收结构.....	7
图表 9: 2017-2023 公司营收（亿元）.....	7
图表 10: 2017-2023 公司归母净利润（万元）.....	7
图表 11: 公司各项业务及总体毛利率.....	8
图表 12: 公司各项费用率.....	8
图表 13: 公司研发费用（百万元）及研发费用率.....	8
图表 14: 优咔科技车联网生态链.....	9
图表 15: 车联网运营产品与服务—TOSP.....	10
图表 16: 优咔科技车联网生命周期管理.....	10
图表 17: 优咔科技车企客户.....	10
图表 18: 双 SIM 卡及 ESIM 卡创新方案.....	11
图表 19: 优咔科技自动驾驶数据闭环工具链产品核心能力布局.....	11
图表 20: 优咔科技自动驾驶数据闭环工具链产品优势.....	11
图表 21: 与雅安经开区签署《合作框架协议》.....	12
图表 22: 朗歌科技搭建周天数据智能体系.....	12
图表 23: 公司业绩拆分预测表.....	13
图表 24: 可比公司估值表.....	15
图表 25: 财务预测摘要.....	16



1. 公司概况：驰骋车联网蓝海，展现领航风采

1.1 公司介绍：专注传统通信业务，前瞻布局车联网

加速布局车联网，赋能产业高质量发展。万马科技股份有限公司成立于1997年，于2017年8月在深交所上市，是国内著名的通信电子、通讯物理连接设备的生产厂商之一，也是集研发、生产、销售与服务的高新技术企业。公司一直是电信、移动、联通、广电、华数等行业的主要产品供应商和战略合作商，主营的系列产品广泛用于IDC机房、云平台建设、通讯网络、医疗领域、国家高铁、轨道交通等众多领域。随着业务的转型升级，万马科技进军车联网行业，其全资子公司优咔科技所从事的车联网业务模式是向基础电信运营商、内容提供商采购基础的通信服务与内容服务，自主研发了面向车企的连接管理与生态服务平台，向车企提供车联网连接与生态运营产品与服务。2023年，万马科技实现营业总收入52067.72万元，较上年同期增加2.35%；归属于上市公司股东的净利润为6445.82万元，较上年同期上升109.63%；归属于上市公司股东的所有者权益为47165.57万元，较上年同期上升15.21%。净利润与上年同期相比大幅提升。

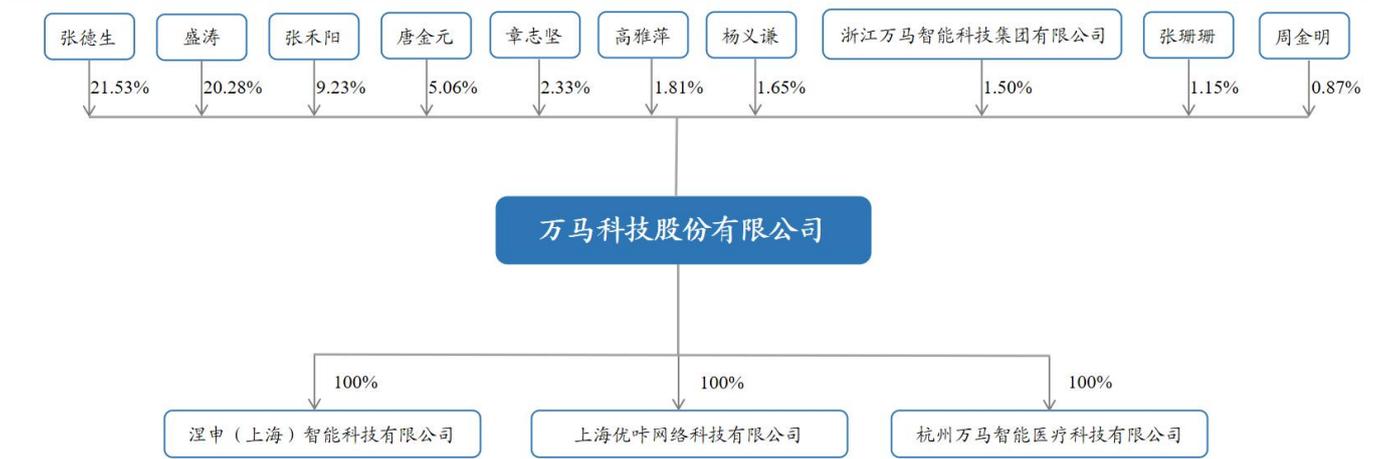
图表 1：公司产业布局

产品布局	产品系列	具体产品	合作伙伴
通信事业部	移动基站类产品	5G用一体化柜、5G用室内柜、5G用室外柜、户外通信机柜、网络柜、通信设备用综合集装箱	中国联通、中国电信、中国移动、中国铁塔、中国铁通、浙江华数、福建广电、湖北广电、湖南省有线电视网络（集团）股份有限公司、中国有线、江苏广电、安徽广电
	光通信类产品	5G拉远跳线、GPX129光纤配线架、光纤总配线架、接入层光纤配线架、光缆交接箱、无跳接式光缆交接箱、光缆接头盒、光纤分纤箱、分配箱、光器件	
	配电类产品	低压成套配电柜、配电箱	
	行业客户类产品	纯钣金产品、综合布线集成产品	
医疗事业部	医院信息化产品系列	手术室行为管理系统解决方案、全院织物管理解决方案、高值耗材管理解决方案、智慧病区解决方案、其他分类产品	浙江大学医学院附属妇产科医院、浙江大学医学院附属第一医院、杭州师范大学附属医院、中南大学湘雅二医院、杭州市红十字会医院、浙江省人民医院、深圳市人民医院、四川省第四人民医院、安徽省立医院、青岛市中心医疗集团
	医疗系统软件	护理管理信息系统、门/急诊输液系统、护理信息屏系统、医院移动运送系统、移动护理信息系统、全医嘱执行系统	
	医疗代理	GE产品、美敦力柯惠补片	
车联网	车联网管理平台产品	车联网生态运营管理平台（TOSP）、车联网连接管理平台（CMP）、车联网业务管理平台（MNO）	吉利、上汽、东风、理想、极氪、北汽新能源、智己、天际、领克等
数据中心事业部	数据中心类产品	模块化数据中心、厢式数据中心、N系列机柜、母线系统、PDU	杭钢云计算数据中心、光通天下菁英云数据中心、河南正东数据中心、诸暨广电数据中心

数据来源：公司官网，华福证券研究所

公司股权结构稳定。2024 年一季度报告显示，实控人张德生为公司第一大股东，持股比例为 21.53%。第二大股东盛涛持股比例为 20.28%，公司其余股东整体持股比例集中，股权结构稳固。公司三大全资子公司为涅申（上海）智能科技有限公司、上海优咔网络科技有限公司、杭州万马智能医疗科技有限公司，注册资本分别为 2000 万元、1500 万元、1000 万元。

图表 2: 前 10 名股东持股和全资子公司情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

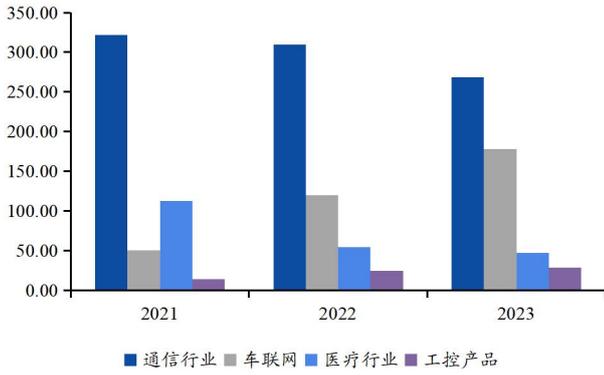
注：张德生与张珊珊、张禾阳系父女关系；张德生系浙江万马智能科技集团有限公司控股股东和实际控制人。

1.2 经营业务：传统业务趋于稳定，车联网营收增长显著

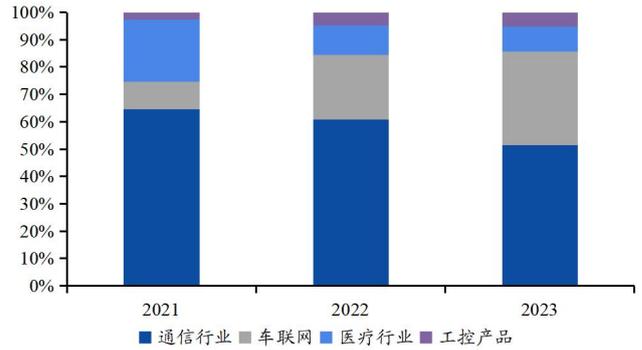
分行业看，主营业务领域仍为通信行业，车联网营收扩张迅速。1) 通信类产品是当前公司主要的营收来源。2021-2023 年营收占比分别为 64.57%、60.89%、51.51%。公司生产的通信类产品主要有配线架（柜）、光（电）缆交接箱、户外机柜、活动板房、交直流电源分配列柜、交直流配电箱、高低压成套电气设备、光纤分配（分纤）箱、综合集装架、网络机柜、微模块系统、智能监控系统、数据机房资产管理系统、通信系统配件、工业机柜（满足锂电、风电、储能、轨交控制、装备等特殊行业需求）等。2) 车联网为公司的第二大营收行业板块。随着公司向车联网业务转型，车联网行业营收占比自 2021 年的 10.10%增长至 2023 年的 34.16%。公司的车联网业务围绕帮助车企完成智能化、数字化、网联化转型，主要通过和基础通信运营商合作，向车企提供前装车联网连接管理服务与运营，帮助车企客户使用高质量、易管理、可运营的 4G/5G 连接。同时根据车企需求，帮助主机厂商建立车联网业务管理平台（MNO）、车联网运营平台（TOSP），并通过整合各种资源，向车企提供车联网生态服务。3) 医疗行业营收占比收缩。自 2021 年的 22.54%降至 2023 年的 8.97%。公司的医疗信息化产品主要有各类移动医疗护理工作站、移动医生工作站、床前移动结算工作站、手术室智能更衣管理系统、智能耗材管理柜、毒麻药柜和智能屋、通道识别设备及监控识别装置、标本管理系统、诊间报道工作站、信息化管理系统等产品，属于医疗信息化终端产品。该类产品主要客户为各大医院。

图表 3: 2021-2023 按行业分类营收（百万元）

图表 4: 2021-2023 公司按行业分类营收结构



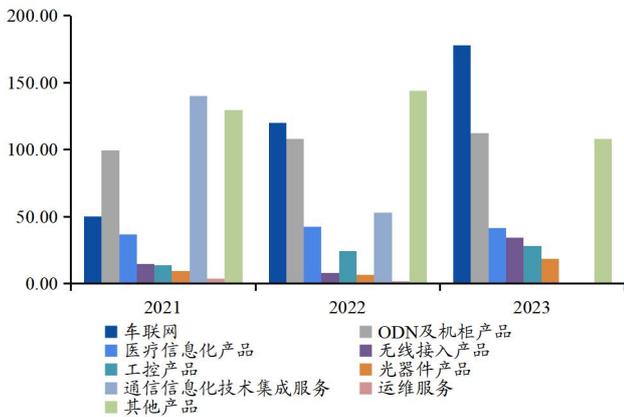
数据来源：公司年报，华福证券研究所



数据来源：公司年报，华福证券研究所

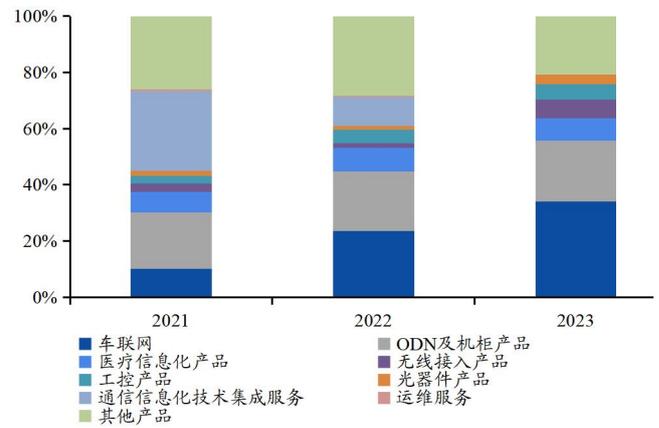
分产品看，车联网产品营收呈快速增长趋势，传统产品占比趋于稳定。公司主要产品分为车联网、ODN 及机柜产品、医疗信息化产品、无线接入产品、工控产品、光器件产品等。2021-2023 年，车联网营收占比持续增长，并于 2023 年达到 34.16%，在产品营收结构中居于首位。公司以连接服务为基座，与行业杰出的合作伙伴开展合作，依托自主知识产权、专业的车联网连接管理平台，向车企提供前装车联网连接管理产品及服务帮助车企客户拥有高质量的车联服务。2023 年，车联网板块“自动驾驶数据闭环平台工具链”落地，实现自动驾驶新技术的突破。公司传统业务中，ODN 及机柜产品和医疗信息化产品营收占比趋于稳定，营收占比分别保持在 21.00% 和 8.00% 左右。

图表 5: 2021-2023 按产品分类营收 (百万元)



数据来源：公司年报，华福证券研究所

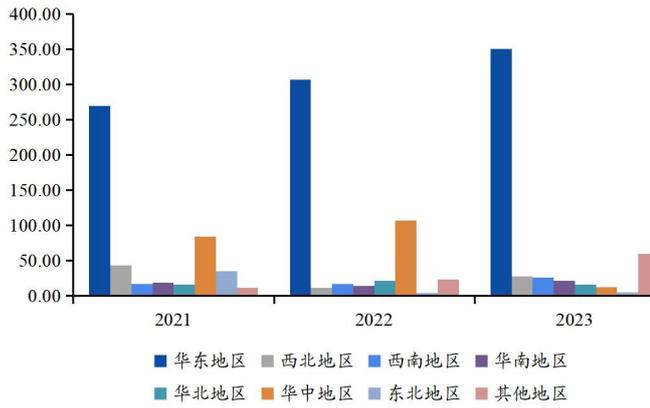
图表 6: 2021-2023 公司按产品分类营收结构



数据来源：公司年报，华福证券研究所

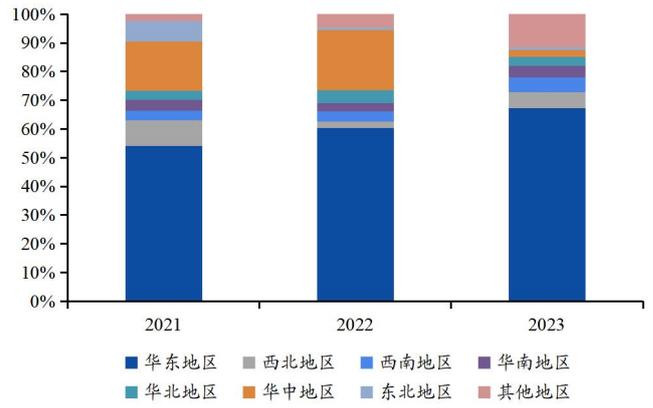
分地区看，公司营收主要来源于华东地区。2021-2023 年，华东地区营收占比分别为 54.08%、60.42%、67.30%。

图表 7: 2021-2023 按地区分类营收 (百万元)



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

图表 8: 2021-2023 公司按地区分类营收结构

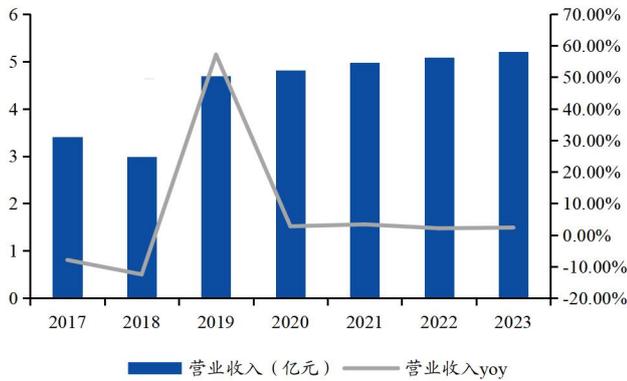


数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

1.3 财务分析: 车联网业务助力毛利率增长, 持续加大研发投入

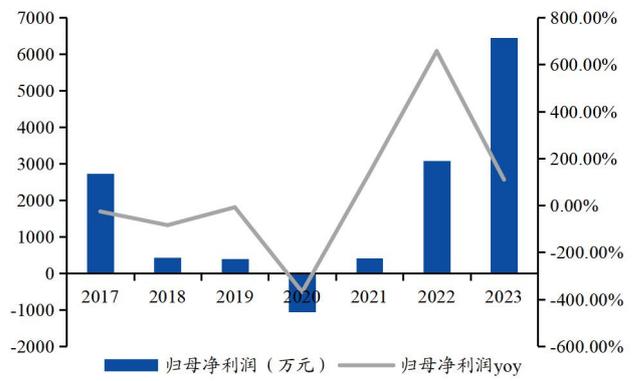
业务转型更迭背景下, 公司收入保持稳定, 归母净利润有望持续增长。2020-2023 年, 公司营收保持稳定增速, 同比增长率维持在 2% 上下, 收入走势较为平稳。随着子公司优卡科技对车联网业务的开拓, 公司营收增长稳中向好, 前景乐观。2023 年, 公司归母净利润保持高水平增长态势, 较上期同比增长 109.63%, 公司积极布局车联网运营平台产品与服务, 有望助力归母净利润再创新高。

图表 9: 2017-2023 公司营收 (亿元)



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

图表 10: 2017-2023 公司归母净利润 (万元)



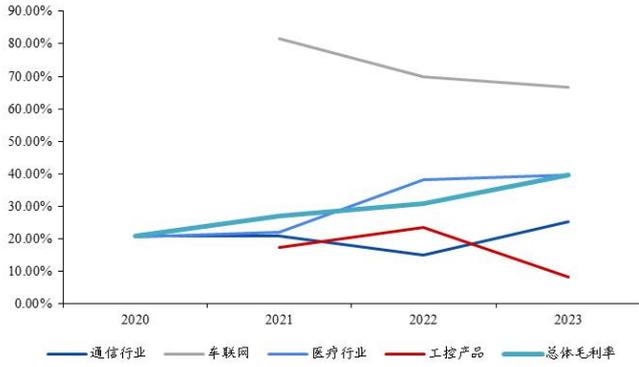
数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

车联网业务助推毛利率快速增长。2020-2023 年, 公司总体毛利率增长显著, 分别为 20.74%、27.17%、30.90%、39.77%。2021 年, 公司车联网业务的毛利率达 81.49%, 2022 和 2023 年毛利率均超过 65%。

公司费控效果良好, 费用率保持稳定。2019-2023 年, 公司销售费用率保持在 10% 上下, 管理费用稳定在 5.5% 左右, 财务费用率呈下降趋势。

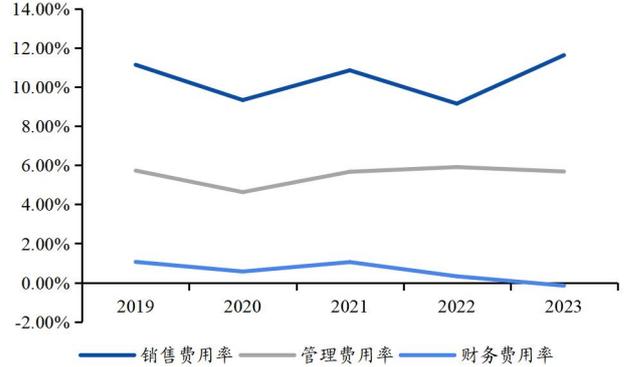


图表 11: 公司各项业务及总体毛利率



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

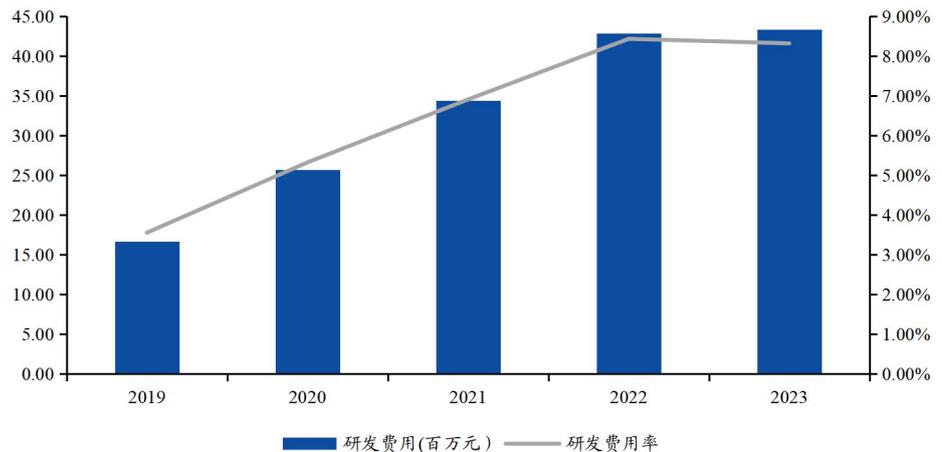
图表 12: 公司各项费用率



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

公司注重研发, 研发费用率呈明显增长趋势。随着公司对传统业务的升级和对新兴业务的探索, 公司在研发方面的投入持续增加。公司始终聚焦技术创新和产品创新, 鼓励员工进行技术创新、管理创新、制度创新, 不断持续提升自身的技术研发和产品设计能力。研发费用率自 2019 年起呈递增趋势, 并于 2023 年达到 8.31%, 为公司激发业务创新活力提供了有力支撑。

图表 13: 公司研发费用 (百万元) 及研发费用率



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

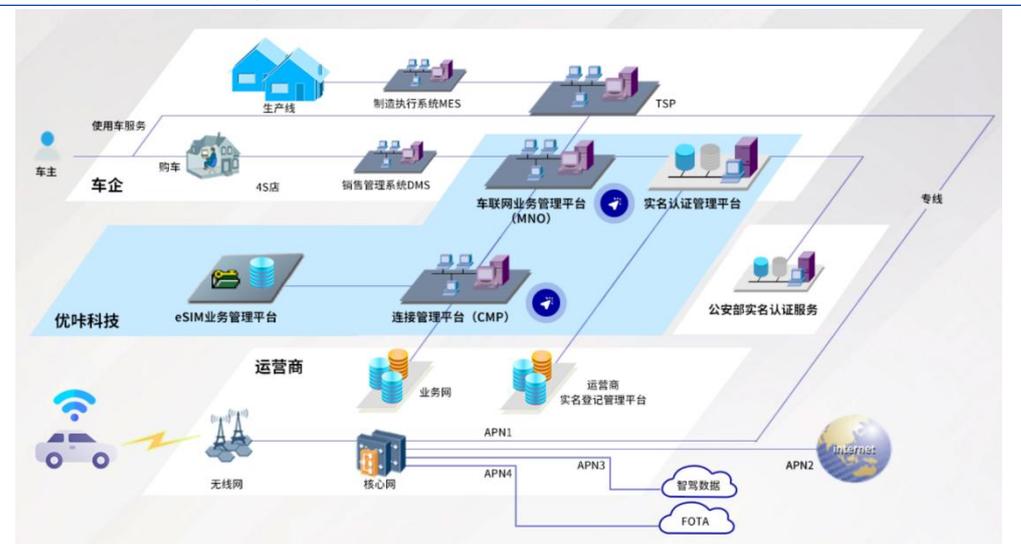
2. 公司看点：“车联网生态链+自动驾驶数据闭环工具链”双链齐驱

2.1 打造车联网完整生态，助力车企行稳致远

优卡科技为多家车企提供车联网连接和业务管理服务。经过多年发展，车联网连接管理网络已经发展为包含车企专用 MNO 和独立的连接管理平台的分层网络。车联网业务管理平台 MNO 部署于车企内部网络，是一个面向车企内部的流量和业务运营运维节点。车联网连接管理平台 CMP 用于支撑对运营商的网络进行开通和计费等业务管理。优卡科技拥有自主知识产权的车联网业务管理平台、车联网连接管理平台和实名认证管理平台，为车企提供了完整的，同时满足合规和运营要求的车联网运营和运维管理能力，包括但不限于：

1) 车辆及卡的生命周期管理，为车辆的测试、生产、下线、展示、销售、转售、停服提供了全生命周期的管理能力。2) 支持符合国家监管部门合规需求的实名绑定和解绑能力，支持车辆的实名、解绑和换件等要求。3) 支持车企的运营需求，通过和车企运营相关数据和状态同步，为车企提供流量套餐订购、续约和服务的运营能力。4) 支持车企的运维需求，为车企提供网络连接功能诊断、异常监控、智能预警和定制化告警的能力。5) 支持车企业务定制化需求，拥有丰富的车企内部不同 IT 系统集成经验，将连接管理的运营和运维服务能力无缝融入到车企内部业务流程中。

图表 14：优卡科技车联网生态链



数据来源：公司官网，华福证券研究所

以连接服务为基座，解决车联网运营过程中的痛点，优卡科技倾力打造车联网运营平台（TOSP）。TOSP 拥有 SIM 卡运营管理能力、车联网专业运维服务能力以及可拓展丰富生态运营等能力，为车企构建起满足车联网运营要求的能力平台与工具，满足多样化的运营需求。优卡潜心研发打造的车联网生态运营平台除满足一系列运营要求及能力以外，能提供丰富的生态内容服务及产品，实现基于汽车的移动互联网生态及车内的消费闭环。



图表 15: 车联网运营产品与服务—TOSP



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

图表 16: 优咔科技车联网生命周期管理



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

积极拓展合作伙伴关系, 为百万用户提供车联网服务。截止 2023 年 4 月 30 日, 公司车联网用户数累计超过 810 万, 在线用户数累计超过 760 万。公司前装产品覆盖多个一线车企, 积极拓展合作伙伴, 与基础运营商开展合作, 向吉利、上汽、东风、大众、理想等大型车企提供连接管理服务。2022 年 12 月, 优咔科技与东风乘用车签订了《战略合作框架协议》, 双方就车联网生态体系的建设、运维和运营, 车联网管理平台, 5G 智能网联业务领域等车联网业务展开合作。公司产品与服务能力正加速提升, 同时又更好地帮助车企增加用户粘性, 形成良性循环, 不断迭代。

图表 17: 优咔科技车企客户



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

优咔科技倾力提供高质量连接方案。优咔科技与行业领先车企携手合作, 率先实现双卡联网支撑能力, 帮助网联汽车灵活选择联网运营商, 提供包括使用场景分析、切换模式设计、切换策略管理等服务。优咔科技的车联网业务管理平台 MNO 已全面具备联网汽车的双卡管理能力, 如双卡状态维护、双卡套餐订购和用量查询等, 双卡联网支撑能力可根据客户需求, 灵活适配双卡双待、双卡单待运行模式。除双卡方案, 优咔科技还提供了 ESIM 高质量连接方案, ESIM 卡联网方案可提供满足 GSMA 和国内运营商业规范的车端 SDK 工具包、ESIM 号码管理/业务管理平台等, 实现一站式业务管理能力, 帮助车企为用户提供高质量的车联网服务。

图表 18: 双 SIM 卡及 ESIM 卡创新方案



数据来源：公司官网，华福证券研究所

2.2 积极拓展战略合作，研发自动驾驶数据闭环工具链平台

前瞻布局数据闭环工具链，突破自动驾驶 3.0 阶段下一竞争点。2023 年 11 月，优卡科技顺应行业发展趋势，基于算力、存储等底层能力，针对自动驾驶研发需求，推出云端解决方案“自动驾驶数据闭环工具链平台”产品，为客户提供全面完善的专业服务，主要满足客户自动驾驶/高阶辅助驾驶产品开发中的数据闭环需求。从优卡科技的自动驾驶数据闭环工具链产品来看，主要是分为三个层面：IaaS（基础设施服务）、PaaS（云管理平台）、SaaS（数据闭环工具链）。其中，底层的算力基础设施可利用英伟达 DGX 服务器及国产品牌服务器构建，在上层建设云管理平台和数据闭环工具链（包括数据采集、数据处理、数据存储、数据标注、模型训练及仿真等关键组件和功能）。

图表 19: 优卡科技自动驾驶数据闭环工具链产品核心能力布局

布局	
IaaS 层	优卡科技布局“邀云”自动驾驶云，核心构建算力调度、算子移植的能力，从而提供更多样化的选择和更高效的算力基座。
PaaS 层	构建湖仓一体的自动驾驶大数据管理平台，从而赋能车企提高数据管理能力。
SaaS 层	围绕模块化、插件化方式，广泛联合生态伙伴，打造自动驾驶数据闭环应用开放体系，帮助车企实现对不同能力的服务商（如标注、仿真等）的整合。

数据来源：高工智能汽车，华福证券研究所

图表 20: 优卡科技自动驾驶数据闭环工具链产品优势

优势	具体内容
开放的合作生态	第一是工具链平台的能力与车企的研发紧密相连，帮助车企做模型训练等内化工作；第二是平台的接口都是基于 ASAM 协会的 OpenX 系列标准，能够做到各模块之间的接口插拔，接入不同合作伙伴的软件产品。
灵活的算力服务	优卡会为主机厂提供专有云，客户可以通过租赁的方式，获取相应的算力服务，而数据的产权始终归客户所有。一方面，优卡不会去触碰车企的核心利益，比如自动驾驶算法和数据，更多的是站在客户背后，只专注在工具链平台的迭代优化以及相应的服务；另一方



面，客户不需要花大量的资金来自建基础设施，优卡可以通过“算力+储存”规划、设计与建设优势，快速进行扩容。

优卡科技凭借在车联网方面的专网优势，基于已有的5G车联网专网，车企可以按车联网 license 的方式进行付费，帮助主机厂节省流量成本低成本的数据采集费用。此外，优卡科技通过云边协同的方式，在边缘云资源池部署数据清洗服务，通过专有的算法，减少无价值数据的上传，从而降低互联网接入的时延，节省了传输带宽，让云端的数据处理能更高效。

数据来源：亿欧汽车，华福证券研究所

优卡科技积极拓展战略合作，布局智算中心，优化公司在汽车智能化和网联化领域的布局。工信部等六部门联合印发《算力基础设施高质量发展行动计划》，提出到2025年，算力方面，算力规模超过300EFLOPS，智能算力占比达到35%。面向智慧交通需求，加快“中心-区域-边缘”多层级算力设施部署，为包含车路协同自动驾驶在内的低时延高可靠应用提供灵活高效的算力支撑。特斯拉在2021年公布了智算中心Dojo，小鹏与理想等也先后建设了自己的智算中心，优卡科技下一步发展方向可规划专业服务于汽车垂直领域的第三方自动驾驶智算中心，向车企提供专用的算力与存储，并提供自动驾驶数据平台及相关工具链产品与服务，帮助建立可信、专用、可扩展的自动驾驶智算云服务，通过云端大模型技术助力自动驾驶技术快速落地，加强自动标注、端到端感知与规控的能力，以满足现有客户在百万台车的基础能力设施。2023年8月，优卡科技与雅安经开区签署《合作框架协议》，在自动驾驶领域，双方将在云平台建设及自动驾驶研发工具链方面共同探索可行方案，助力主机厂客户加快自身自动驾驶研发的速度和效率。在智能网联领域，为车企提供包括软硬件产品、平台服务等，帮助车企数字化智能化转型升级。2023年11月，杭州宇泛智能科技有限公司与优卡科技基于自动驾驶数据闭环领域建立了战略合作关系，宇泛智能是国内专业的人工智能方案解决商，基于自身规划，进军商用车及工程车辆的自动驾驶研发领域。2024年3月，优卡科技与杭州朗歌科技有限公司签署《战略合作框架协议》，双方围绕自动驾驶数据闭环平台工具链的效率、质量及合规的需求，重点围绕自动驾驶数据远程回传、数据管理、数据标签化、数据合规等板块开展合作，并在IaaS层算力及存储资源建设及调度管理等方面展开技术合作。

图表 21: 与雅安经开区签署《合作框架协议》



数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表 22: 朗歌科技搭建周天数据智能体系



数据来源：雷锋网，华福证券研究所



3. 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

车联网：2023 年业务占比达 34.16%，2021-2023 年 CAGR 达 87.99%。1) 收入端：随着公司在汽车智能化和网联化领域布局的深入，一方面车联网业务随着客户汽车销量增长和车联网渗透率提升营收快速增长，另一方面自动驾驶工具链业务随着主机厂客户不断加大对自动驾驶数据闭环投入而实现营收快速增长，预计未来整个车联网业务收入将保持高增长态势。给予公司此部分业务 2024-2026 年收入增长率分别为 45.00%/60.00%/65.00%。2) 成本端：考虑到车联网和工具链产品逐渐成熟，2024-2026 年毛利率分别为 66.00%/63.00%/60.00%。

通信行业：2023 年业务占比达 51.51%。1) 收入端：为公司的传统业务，未来公司产业布局朝车联网倾斜，该部分业务收入呈现逐年缩减态势。2024-2026 年收入增长率分别为-5.00%/-5.00%/-5.00%。2) 成本端：假设成本相对稳定，2024-2026 年毛利率分别为 25.00%/25.00%/25.00%。

医疗行业：2021-2023 年增速分别为-28.56%/-51.53%/-14.18%。给予此部分业务 2024-2026 年收入增长率分别为-10.00%/-10.00%/-10.00%；假设成本相对稳定，2024-2026 年毛利率分别为 39.00%/ 39.00%/ 39.00%。

工控产品：作为公司偏传统业务，给予此部分业务 2024-2026 年收入增长率分别为 10.00%/5.00%/0.00%；假设成本相对稳定，2024-2026 年毛利率分别为 10.00%/10.00%/10.00%。

图表 23：公司业绩拆分预测表

单位百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	
通信行业	收入	268.19	254.78	242.04	229.94
	YoY	-13.42%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	毛利率	25.32%	25.00%	25.00%	25.00%
车联网	收入	177.84	257.86	412.58	680.76
	YoY	48.14%	45.00%	60.00%	65.00%
	毛利率	66.51%	66.00%	63.00%	60.00%
医疗行业	收入	46.71	42.04	37.83	34.05
	YoY	-14.18%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
	毛利率	39.74%	39.00%	39.00%	39.00%
工控产品	收入	27.94	30.74	32.28	32.28
	YoY	14.08%	10.00%	5.00%	0.00%
	毛利率	8.33%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	收入	520.68	585.42	724.73	977.02
	YoY	2.35%	12.43%	23.80%	34.81%
	毛利率	39.77%	43.28%	46.70%	49.38%

数据来源：公司年报，华福证券研究所

3.2 费用预测



我们认为公司未来3年期间费用支出增速将有较快增加，但随着市场份额进一步打开，规模效应凸显，费用率水平将整体保持下降趋势。

(1) 销售费用率：随着营收规模不断加大，销售费用率呈下降趋势。我们预测2024-2026年销售费用率分别为12.00%/11.50%/11.00%。

(2) 管理费用率：预计管理费用增长节奏与销售费用保持一致，我们预测2024-2026年管理费用率分别为5.70%/5.60%/5.50%。

(3) 研发费用率：预计公司将进一步加大研发投入力度，研发费用将保持较快的增长速度。我们预测2024-2026年研发费用率分别为8.31%/8.31%/8.31%。

3.3 估值

预计公司2024-2026年营业收入分别为5.85/7.25/9.77亿元，归母净利润分别为0.92/1.37/2.11亿元。

公司在通信和医疗行业的传统业务基础上，积极适应市场趋势和技术创新，通过业务升级，将产业布局聚焦于车联网领域，寻求新的增长点。目前国内上市企业中无严格可比公司，根据公司的商业模式及特点，选取海天瑞声、光庭信息和德赛西威作为同业可比公司，以上公司在汽车智能化和车联网领域都有相应的业务布局。

(1) 海天瑞声：公司成立于2005年，是我国最早从事AI训练数据解决方案提供商之一。公司为智能出行的不同场景提供数据定制服务，以满足智能座舱、智能驾驶算法模型的数据需求，包括数据的设计、采集、清洗、脱敏、标注、评测等全流程配套产品和服务，助力智能驾驶技术快速落地，并严格保障数据安全及合规。

(2) 光庭信息：公司是一家行业领先的智能网联汽车软件综合解决方案提供商，是“软件定义汽车”行业变革的引领者和汽车数字化转型的推动者。光庭致力于探索汽车电子软件先端技术的研发与创新，形成了以智能座舱、智能驾驶、智能车云、新能源及数字地图等多项产品的全域全栈综合解决能力。

(3) 德赛西威：公司是国际领先的移动出行科技公司之一，致力于成为出行变革的首选伙伴。德赛西威深度聚焦于智能座舱、智能驾驶和网联服务三大领域的高效融合，持续开发高度集成的智能硬件和领先的软件算法，为全球客户提供安全、舒适、高效的移动出行整体解决方案和服务。

(4) 虹软科技：公司是计算机视觉行业领先的算法服务提供商及解决方案供应商，将领先的计算机视觉技术与人工智能技术商业化应用在智能驾驶辅助系统中。通过前向摄像头，ADAS视觉子系统可以实时识别前方车辆、行人和车道线，检测本车与前车或行人之间的距离、方位及相对速度，以及本车在车道中的位置，并由此做出预警判定，从而为安全驾驶提供辅助作用。

2024-2026年平均PE为79.00/49.64/38.56倍。综合考虑给予公司2024年79倍

PE，对应 EPS 为 0.68 元，目标股价 53.72 元。

图表 24: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
688787	海天瑞声	60.63	37	-0.50	0.50	1.16	1.49	-143.14	121.92	52.25	40.64
301221	光庭信息	36.72	34	-0.17	0.46	0.59	0.74	-349.15	79.51	62.13	49.32
002920	德赛西威	100.43	557	2.79	3.79	4.91	6.20	46.47	26.49	20.47	16.19
688088	虹软科技	30.68	125	0.22	0.35	0.48	0.64	188.30	88.09	63.70	48.09
平均值									79.00	49.64	38.56

数据来源: wind, 华福证券研究所

注: 股价为 2024/05/31 日股价, 可比公司使用 Wind 一致预期

4. 风险提示

(1) 智能汽车渗透率不及预期: 当前智能汽车以较快速度渗透, 但若智能汽车渗透率降低, 则市场对于车联网以及自动驾驶数据闭环工具链需求将降低。

(2) 公司与重要客户商务条款落地不及预期: 当前公司与部分重要客户已签订合作框架协议, 但具体商务条款有待落地, 存在商务条款落地不及预期的风险。

(3) 智能驾驶市场竞争持续加剧: 当前智能驾驶赛道中主机厂面临价格竞争, 如果价格竞争进一步传导到供应链环节, 市场竞争可能会侵蚀公司毛利率。



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn